

互联网改变金融



投资要点

- 席卷一切的互联网为金融带来了什么？(1) 极为低廉的交易成本 (2) 更有效的大数据分析方法 (3) 人人组织的兴起 (4) 双边平台作用获得空前提升。“互联网精神”被诠释为“开放、平等、协作、分享”，其中“开放”的目的是尽可能降低交易成本以扩大人人组织的群体规模，“平等”是建立人人组织的基本原则，从而最终通过“协作”和“分享”形成同边网络外部性，从而建构强大的互联网平台经济。
- 金融的本质是不会变的。包括 (1) 提供信用风险解决方案 (2) 提供专业化的金融投资服务 (3) 组织支付体系 (4) 提供保险保障 (5) 提供投行等牌照服务。
- 互联网要素与旧金融模式的碰撞。互联网依然有两个弱点：(1) “推”或曰主动营销的能力相对不足。(2) 大数据缺乏突破性创新的能力，因此无法替代专业金融能力。因此，互联网与金融的碰撞下，现金业务将被替代，信用风险管理和保险精算将明显受益同时严重依赖于大数据。同时，支付体系将更为立体化，网点功能将大幅转换但完全没有消失之虞。而理财咨询、保障、资产管理等以“推”为主的业务条线，以及投行、托管等牌照业务将不会受到互联网金融的明显影响。
- 互联网金融将是共生和竞合的生态。当前金融机构与互联网企业各自的跨界竞争越来越多。金融机构的优势在于垄断性的线下能力、金融专业能力以及强大的资本和客户基础。互联网企业的优势在于创新基因、更符合互联网精神的企业文化、监管套利和平台竞争的先发优势。互联网与金融企业都不可能扩张至对方的绝对优势领域，而交叠的战场上大企业的直接竞争会日趋激烈，但小银行与中小互联网企业反而会寻求合作共赢。
- 中资银行需重新评估互联网金融战略。目前银行的互联网双边平台建设主要有四种推进模式，其中最具优势的是民生电商的模式。银行在互联网金融推进中仍存在着巨大的不足，需要有显著的改变才能有效提升在互联网金融竞争中的胜率。

投资策略与建议：

- 目前互联网金融的竞争刚刚拉开帷幕，我们虽难以判断中间战场的胜负输赢。但互联网金融历史性地提供了又一个银行业内的优胜劣汰筛选机制，通常来说这种机制会对更为市场化的银行有利。

风险提示

- 我们的想象力可能低估了互联网金融的潜力。

重点公司盈利预测及投资评级

	股价	2012	2013E	2014E	2015E	目标价	评级
招商银行	10.99	2.10	2.34	2.70	3.07	15.40	买入
民生银行	9.02	1.32	1.55	1.81	2.10	10.72	买入
交通银行	3.93	0.79	0.85	0.93	1.04	5.45	买入
浦发银行	8.31	1.83	2.06	2.36	2.74	11.03	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

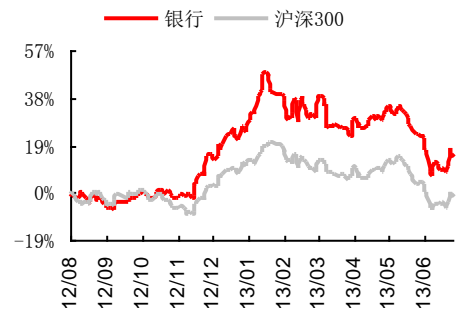
行业

银行

报告发布日期

2013 年 08 月 19 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

金麟

021-63325888*6084

jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120026

相关报告

互联网金融将是共生和竞合的生态	2013-08-16
民生电商引发的思考	2013-08-05

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

0、引言

今年以来，互联网金融突然成为各方热议的焦点。互联网金融概念的爆发是有原因的。以阿里巴巴和腾讯为代表的互联网企业正在创造着一个又一个新的商业模式，各界素来对银行僵硬迂讷的经营方式颇有微词，自然而然寄望于互联网为金融带来生机与活力。当下互联网正极大地冲击着商贸、出版、造纸等行业的既有模式，因此当阿里推出小贷和余额宝开始挑战银行固有领域时，对于未来金融新模式的想象空间就被极大地打开了。

而站在银行立场上，看起来也颇有值得委屈的理由：网银、手机银行不是老早就推出了吗？最近两年银行业还出了移动支付、远程理财、iTM 乃至善融商务、交博汇等创新，为什么这边厢冷冷清清而那边厢人气爆棚？

而目前市场热捧的互联网金融模式，例如阿里小贷、余额宝、P2P 贷款、金融产品销售平台等，是否也存在着各自的局限和瓶颈？模式的弱点和风险在哪里？

本篇报告将着眼于结合金融与互联网的分析方法，从商业模式的角度出发，回答下述核心问题：

- 应该采用什么样的研究范式来分析互联网金融？
- 互联网为金融带来的只是新工具还是全新的商业模式？
- 若是后者，未来的互联网金融商业模式的发展方向是什么？
- 互联网金融将怎样冲击金融行业现有格局？什么样的企业将主导互联网金融？企业在互联网金融竞争中胜出的核心要素是什么？

此外，熟悉我们以前研究风格的读者会发现，我通常喜欢将研究建立在大量数据和图表的基础之上。但本报告有所不同，大量涉及的是概念、定律和逻辑推导。原因在于对于分析新生的互联网金融而言，过去的规模、价格等数据对预测未来的意义仅聊胜于无，相反慎密的商业模式分析思辨才是更有效的办法。惟望不要因此使得读者感到艰涩。

且让我们引用《人人时代》的一段话来作为警世危言：

“任何职业，尤其是那些已经存在很久、让人感觉他们似乎一直都在的职业，这些从业者有一种倾向，他们往往把对于特定问题的临时解决方案当成这个世界的深刻事实”。唯一不变的是变化本身，不能积极适应的职业者都需要承担被淘汰的风险。

1、席卷一切的互联网为金融带来了什么？

对这个问题的回答可以帮助我们剥茧抽丝地理清互联网金融的本质。我们认为，互联网（包括互联网、移动互联网以及背后的信息技术能力）为金融带来了：

1.1 极为低廉的交易成本

具体而言包括：（1）设备硬件价格遵循摩尔定理不断下降。即使有安迪-比尔定律（英特尔公司总裁安迪·格罗夫一旦向市场推广了一种新型芯片产品，微软 CEO 比尔盖茨就会及时的升级自己的软件产品，吸收新型芯片的高性能）的对冲，例如笔记本电脑之类的终端价格仍然持续不断降低，在显性的经济成本方面，交易成本明显得到节约。

（2）互联网以及移动互联网不仅进一步降低了显性的经济成本，更降低了包括时间成本在内的各种隐性成本，显著提高了信息和服务的可获得性。

1.2 更有效的大数据分析方法

随着获取和处理数据的成本急速下降，人类社会的数据呈现急速膨胀的指数式增长。根据《大数据时代》，“2007 年人类大约存储了超过 300 艾（2 的 60 次方）字节的数据，其中模拟数据只有 7%，其余全部是数字数据。人类存储信息量的增长速度比 GDP 增速快 4 倍，计算机数据处理能力增速则快 9 倍。”

而且，数据的维度也在进一步多元化。例如，移动互联网技术就将“位置”这一维度与其他维度的信息关联起来，此外交叉验证进一步丰富了信息的维度，信息的用途也因此实现几何倍的增长。

数据总量的急速膨胀和维度的日益丰富拉开了大数据时代的帷幕。“大数据时代”显著区别于抽样统计的小数据时代。纳米技术通过将事物分解至分子级别而显著改变了事物的物理属性，大数据与此类似，通过海量数据处理使得人们能够更清楚地看到抽样统计所无法揭示的细节信息。《大数据时代》告诉我们未来分析信息时将面临三个转变：一是在大数据时代我们可以分析更多的数据，有时候甚至可以处理和某个特别现象相关的所有数据，而不再依赖于随机采样；二是研究数据如此之多，以至于我们不再热衷于追求精确度；三是我们不再热衷于寻找因果关系，不必知道现象背后的原因，只要让数据自己发声。

但大数据时代的数据却未必对所有主体开放。公共机构拥有更广泛的数据来源，但往往缺乏对社会开放数据的意识。大量商业机构拥有的往往仅是自身经济活动的数据积累。商业购买行为可以成为获取数据的一种方式，但绕不开隐私保护这一问题。换言之，大数据时代数据却又是相对匮乏的，获取数据的能力成为一种稀缺资源。这使得我们下文将阐述的“双边平台”具有更高的价值，因为提供了一种获取全面数据的途径。

1.3 人人组织的兴起

传统理论认为，只存在两种组织方式：市场和企业。市场承担交易成本，而企业承担管理成本。企业的有效边界在边际管理成本的增加超过边际交易成本的节约这一点上得以确定。但这就意味着存在着某些行为：它们对一些人有价值，但以任何机构的方式做都太昂贵（《人人时代》）。在交易成本较高的环境下，这些行为就只能沉没在“科斯地板”之下而无法完成。

《人人时代》举了这样的例子：六月最后一个星期天的“美人鱼游行”是一场纽约时尚人士的游行。上百人聚集在布鲁克林老旧的游乐园中，身着各种奇装异服。游行队列中有巨大的红色章鱼木偶、一群晃着呼啦圈的美人鱼、还有用两个头骨扣在胸前的比基尼少女。旁观者四处拍摄照片。这些照片中的绝大部分被上传至 Flickr 并通过共享标签组织起来。如果靠一个机构来组织这类活动，由于不可能预知谁会到游行现场，因此只好给多的多的人发送信息，而看到这些广告的绝大多数人不会

去游行现场。世界上没有一家公司会承担这样的任务，营利性动机也无济于事——即便是那些头骨比基尼造型的照片能够卖出一定的数量，也不足以支付给摄影师报酬，更不用说事后盈余任何利润了。付出与回报之间的严重不成正比，对于任何机构而言都无法承受。然而，那些照片就那样出现了。

但互联网时代带来的交易成本极大幅度的降低使得这些行为可以通过新的组织形式得以实现，《人人时代》将这一形式命名为“人人组织”。这一类型的组织超越了传统上的市场和企业，“多种社会化工具现在提供了第三个选择：具有松散结构的群体，可以处于非营利性目的、不受管理层指挥而运行”，因此也被称为“无组织的组织力量”（《人人时代》）。

人人组织的外溢效应在互联网时代随处可见：微博的自媒体以及人际网络传播特征、淘宝的买家信用评级对后续购买者的便利、微信“打飞机”的病毒式传播。人人组织的兴起，已经开始改造我们这个时代的社会结构。

人人组织导致了“大规模业余化”的现象，例如摄影、摄像、报道、编撰百科等，从而在这些领域中形成了巨量的中低端产能供应。在一些专业门槛不是很高的行业中，大规模业余化从职业从业者手中抢走了巨大的市场份额，但对于其他专业性门槛很高的行业来说，例如律师、医生、基金经理或工程师，其影响微乎其微。

1.4 双边平台作用获得空前提升

“双边平台”的概念来自于我的老师、中欧商学院陈威如教授。与传统 $A \rightarrow B \rightarrow C$ 的垂直价值链不同，双边市场致力于为 A 与 C 的交易提供平台架构。除了提供交易架构之外，双边平台还需要具备的核心要件是同边网络外部性或者跨边网络外部性。

图 1：双边平台（右）与传统产业链模式的区别



资料来源：东方证券研究所、中欧商学院陈威如教授

所谓同边网络外部性指的是在 A 或者 C 一侧，随着市场参与者的增多，使用该平台的效用随之增加。例如，随着 QQ 使用者的增多，原有 QQ 使用者的效用也将因此提升。而所谓跨边网络外部性指的是随着 C 一侧市场参与者的增加， A 方参与者的效用将会提升。例如，淘宝商户数量的增加将激发消费者使用淘宝平台的意愿。

在此基础上我们的拓展在于，我认为互联网时代人人组织的兴起使得同边网络外部性极大彰显，而这是推动近年来双边平台战略重要性大幅度上升的核心因素之一。

以淘宝为例。传统消费行为原本具有负的同边网络外部性：更多的消费者意味着更拥挤的购物环境、更恶劣的服务态度以及更高的价格。但在淘宝的平台上，消费者反而具有正的同边网络外部性，主

要原因在于消费者对店家的信用评级为克服“缺乏品牌和信誉”的小店家消费中的信息不对称提供了巨大的帮助，因此购物前先查看店家的星级成为淘宝买家的基本习惯。但是在传统的环境中，“组织消费者对众多小商户进行信用评价”本来是无论任何企业形式都无法实现的，只有当交易成本极大地降低之后，依托于松散的消费者“人人组织”，这一体系才得以建立，随之而来的同边网络外部性则极大地刺激了消费者对淘宝的使用。

平台战略适用的领域都具有自然垄断型。正因为平台战略的收益呈现平方倍增长（例如消费者的增加既提升了其他消费者的效用，同时又提升了商户采用淘宝平台的效用），因此 70-20-10 定律成为互联网经济中的一个重要规律。该定律指的是与传统行业更为分散化的竞争秩序不同，信息技术相关行业普遍呈现出“赢者通吃”的规律：第一名占据 70% 的市场份额，第二占据 20%，而余下的所有竞争者只能分享 10% 的市场。原本人们认为 70-20-10 定律产生的原因在于 IT 产业具有高固定成本（主要是研发成本）、低边际成本的特点，而互联网经济下，平台战略进一步显著强化了这一规律。

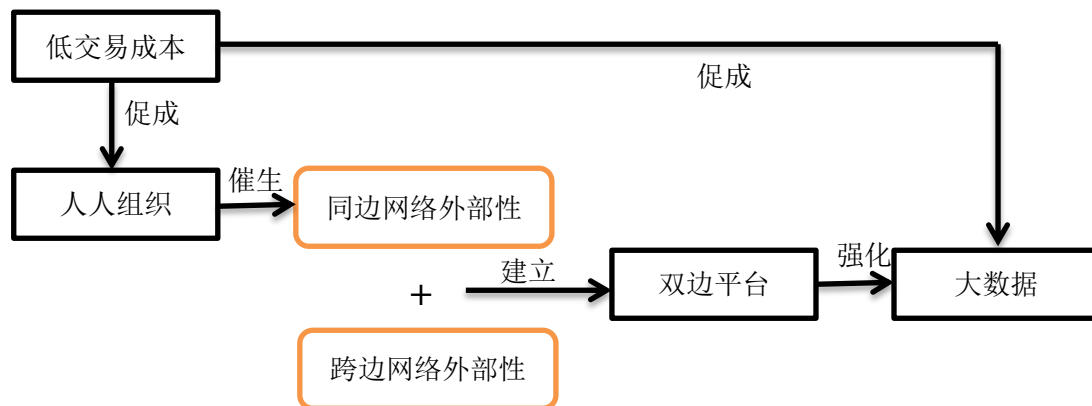
同时需要特别指出的是，在商业实践中，双边平台往往成为大数据时代重要的数据积累方式，由此带来的数据资源独占优势进一步强化了平台战略的自然垄断性。

1.5 互联网精神的经济学解释

在边际成本趋近于零的自然垄断条件下，企业的竞争策略自然演变成：先期零价格推广产品、抢占市场份额，后期利用自然垄断优势谋求获利。“互联网精神”被诠释为“开放、平等、协作、分享”，这 8 个字完全可以在我们上文的分析框架中得到经济学上的解释。“开放”的目的是尽可能降低交易成本以扩大人人组织的群体规模，“平等”是建立人人组织的基本原则，从而最终通过“协作”和“分享”形成同边网络外部性。而协助建立这种人人组织的互联网平台因此实现了平台价值的极大提升，并享受到自然垄断带来的丰厚回报。

我们将上述关系总结如下图：

图 2：互联网模式各核心要件的相互关系



资料来源：东方证券研究所

2、金融的本质与核心功能

金融行业的商业模式素有自己的发展轨迹，信息技术的进步亦不断被金融行业的演进轨迹所吸纳和消化。但信息技术行业终究是近年来进化速度最快的经济部门，互联网时代爆炸式的技术和模式创新已远非传统金融业仅仅通过局部改良就能够覆盖和消化的。但互联网不改变人性也不改变行业的本质，它只是激发、启迪和改造。因此，我们必须回到金融的本质，才能看出互联网时代撞击之下，金融行业将呈现怎样的新面貌。发展到今天，金融结构已经非常庞大复杂，更拥有为数众多的细分子行业，但其核心一直未有改变：

2.1 提供信用风险解决方案

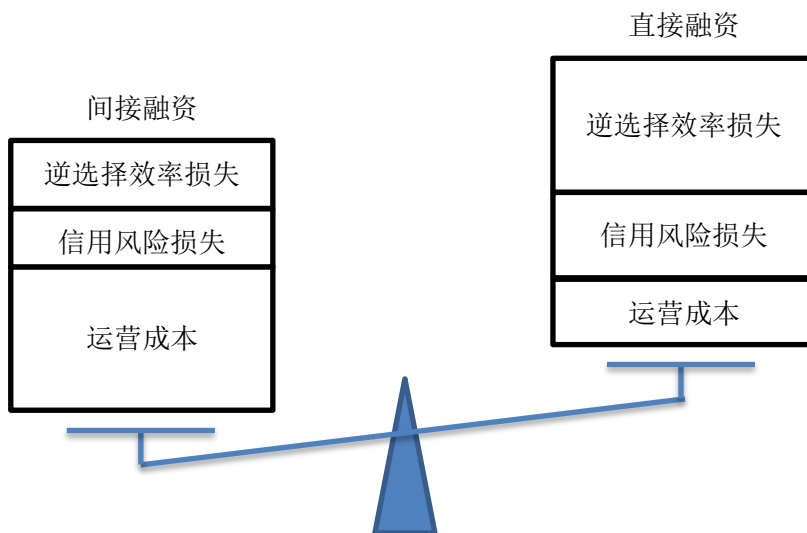
首先来谈谈信贷市场。众所周知，信息不对称是债权投资过程中面临的重大问题，若不能得到很好的解决，引致的逆选择过程将使得无人敢于对企业放贷。历史对此提供了两种解决方案：间接融资和直接融资。

间接融资方案下，银行建立了一整套成本高昂的信用风险管理体系，使得自身具备了信用风险管理的优势能力。据此，银行扮演了信贷市场上信用风险的承担者角色，并根据“谁承担最大风险谁获得剩余索取权”的原则，获得了存贷利差抵补运营成本以及信用成本之后的剩余索取权。

而在直接融资方案下，传统来说信用风险的管理由众多专业性相对有限的投资者分散承担。固然直接交易成本是明显降低了，但信用风险管理的有效性往往明显下降，从而导致逆选择效率损失的上升。

两种体系之间的边界主要由二者的相对成本来决定。当银行体系的总成本（包括逆选择的效率损失、运营成本以及信用成本）低于金融市场体系时，银行便在信贷市场中占据一个更有效的位置，反之亦然。正是因此，近代金融普遍都是从银行间接融资开始发展的，因为在彼时的社会分工浪潮中，银行发展出来的信用风险管理能力明显地强于其他实体。这就是亚当斯密所推崇的社会分工带来的能力优化。

但这种能力的优化同样面临着边际收益递减规律的约束。而与银行能力增长趋缓相对应的，随着机构投资者占比的上升，（风险管理规模门槛的跨越、知识技能的扩散以及技术的提升等因素共同帮助）市场投资者开始具备了一定的信用风险管理能力，这以运营成本的小幅提高为代价降低了信用成本以及逆选择的效率损失。因此，直接融资开始日渐替代间接融资而成为主流。

图 3：最优融资结构的选择与不同模式下总成本的差异密切相关


资料来源：东方证券研究所

2.2 提供专业化的金融投资服务

金融机构的另一个核心功能就是实现金融投资职能。随着社会闲余资金的积累和沉淀，资产管理的需求就因此而产生。但资产管理同样需要专业能力，而现实情况是绝大多数拥有金融资产的法人与个人往往都不具备足够的这一能力。于是，一部分客户选择将资产管理功能外包出去，由此产生了基金、信托和保险行业（投资型保险产品）这类专业投资机构。同时由于投资实践的高度复杂性，即使是机构投资者仍然需要专业的卖方研究支持。而另一部分客户选择自己从事资产管理活动，但这也意味着需要大量的投资咨询服务支撑，由此带来了投资顾问、私人银行的业务机遇。

由于投资活动的高度复杂性，相关客户需求往往是隐性的，需要大量的开发和引导才能够有效释放。从这个意义上来说，金融投资需求是一项“推”（即需要供给方主动推广）而非“拉”（已经有现成而明确的市场需求）的业务。

2.3 组织支付体系

现代货币体系的核心是，几乎所有的经济主体，都必须通过商业银行的支付体系来完成绝大部分的交易活动。这给予了商业银行在接触客户方面的垄断性能力。

以中国为例，当前官方的支付体系包括了大额实时支付系统、小额批量支付系统、支票影像交换系统、境内外币支付系统、电子商业汇票系统等一整套繁琐复杂的体系。不论是个人、企业甚至非银行金融机构，只要想通过转账完成交易就必须在商业银行开立账户。企业法人的取现行为受到严格限制，而且使用现金进行大金额交易成本非常之高。正因此，商业银行垄断性地拥有了接触每一个客户的能力，而且依托于账户活动，可实现对企业和个人经济活动的实时监控。

在支付体系的基础之上，银行更进一步发展了代收代付、代发工资、借记卡、托管、现金管理等功能。

2.4 提供保险保障

该项功能基本为保险行业所特有，通俗而言就是收取保费并提供风险保障。

少数保险产品的市场需求明确、责任简单易比较，属于“拉”的产品。例如交强险，由于其属于强制性义务，且合同条款简单、责任清晰，因此横向间的比较就会很容易，而价格竞争就会很明显。但对于大多数保险产品来说，一方面是品种繁多、条款复杂、设计差异性大，另一方面市场需求通常也并不明确，需要挖掘和引导，因此普遍属于“推”的产品。

在销售之外，保险保障功能的另一个核心是精算。精算指的是对未来风险的分析、评估和管理。有效的精算体系是保险公司核心竞争力的重要组成部分，能够帮助保险公司更好地识别客户、合理覆盖风险、获得死差等收益。

2.5 提供投行、经纪、外汇买卖等牌照服务

除此之外，由于牌照管制等原因，金融机构还在其他一系列业务上拥有垄断地位，例如投行、经纪和外汇买卖等。

投行业务一方面与牌照密切相关，另一方面却也具有明显的定制化服务特点。

经纪业务同样受到牌照管制，而在账户体系上具有类似银行支付体系的特点。

外汇买卖业务对于技术、能力和服务则十分有限，该项业务如果有超额利润主要都来自于牌照的垄断。

3、互联网要素与旧金融模式的碰撞

那么，当低交易成本、大数据、人人组织与双边平台这些互联网要素开始重塑金融，会对这个行业造成什么样的影响？旧金融模式是否会如同商贸、造纸等行业一样沦为互联网时代的恐龙？金融业的既有业务中，什么将被替代而什么将得到保留？

3.1 互联网要素同样存在局限

我们前述的互联网四大要素形成了巨大的革新力量，但与其他任何事物一样，这一力量同样是有自身局限的。这种局限主要体现在下述两个方面：

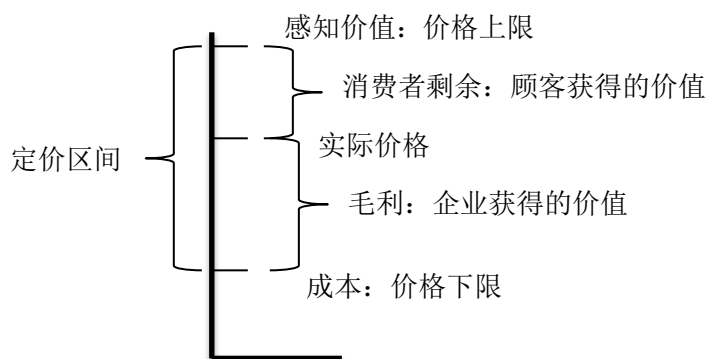
(1) “推”或曰主动营销的能力相对不足。

互联网经济在“拉”的产品方面具有巨大的成本优势。当市场的需求已经明确，互联网可以用最低的成本将产品投放给最终消费者。但当市场需求还处于有待挖掘和引导的潜在状态，即面对的是“推”的产品时，最好的销售渠道却仍然是“人”。

这里就涉及到营销的本质。营销就是在感知价值之下出售产品和服务的行为。当市场需求已经十分明确时，感知价值已经趋于稳定，因此成本的差异就成为厂商竞争的决定性因素。显然，互联网模式对于节约成本而言具有巨大的优势。

但如果客户和市场对于产品服务价值缺乏认识，那么无论再怎么压缩成本，都可能发生产品无法实现销售的情况。这种状况下，营销的关键已经转为如何提升客户的感知价值。特别是在一些高度复杂、专业性强的产品和服务上，提升感知价值的过程通常涉及到高强度、高频度和个性化的互动沟通，并且人际之间的信任关系会在其中起到巨大的催化剂作用，而这些作用是互联网模式难以实现的。

图 4：营销行为就是在感知价值之下出售产品和服务的过程



资料来源：东方证券研究所、中欧商学院王高教授

(2) 大数据缺乏突破性创新的能力

如果说低交易成本因素提供了互联网模式在价格竞争方面的优势，那么互联网的差异化竞争优势就来自于大数据。通过更有效地发现现实的相关性，大数据将帮助提高产品和服务定制化的有效性。

但大数据也有自己的短板。大数据分析依赖于这样的前提：对过去数据的分析结论同样适用于未来。这一前提在大部分情况下都是成立的，但如果遇到需要突破性创新的情况就会暴露出弱点。因此，即使是《大数据时代》也不得不承认大数据仍将面临一些局限，特别是：“卓越的才华并不依赖于数据”。“史蒂夫·乔布斯多年来持续不断地改善 Mac 笔记本，依赖的可能是行业分析，但是他发行的 iPod、iPhone 和 iPad 靠的就不是数据，而是直觉——他依赖于他的第六感。当记者问及乔布斯苹果推出 iPad 之前做了多少市场调研时，他那个著名的答案是这样的：‘没做！消费者没义务去了解自己想要什么。’”

是的，大数据提供了对过去数据的更有效分析方法，但正如我们无法通过运用大数据来预测未来互联网金融的业态一样，在“管理未来”方面仍然离不开人类智能的高度参与。

3.2 互联网要素与旧金融模式的碰撞

让我们将互联网带来的冲击，与金融的上述内核放在一起，看看会有什么样的碰撞。

首先，交易成本的节约对于大部分金融核心功能而言作用有限，但互联网支付网络的建立打破了银行对支付的垄断这一点意义重大。前者的原因很明确：投资和绝大部分保障型产品都属于“推”的产品，面对的主要都是隐形需求，成本节约的作用远不及提高感知价值来的大。但后者的影响将是非常长远的，互联网企业因此获得了接触客户、培养关系和品牌并积累数据的良机。目前不论是在支付网络的组织和清算上，还是在收单方面，互联网企业都已经全面进入支付产业链，而阿里巴巴已经在谋划发行信用卡。

其次，大数据对于投资和保险产品只起到一定的辅助提升作用，但有可能明显提升当前的信用风险管理体系和保险公司的精算能力。预计大数据的采用将能够帮助金融机构提高产品设计的有效性，并优化营销资源的配置。更重要的是，大数据有可能带来信用风险管理技术的显著提升。未来掌握相关数据及其分析方法的机构可能在银行、评级机构或信用债投资者的竞争中占据明显优势，并且可能会推动中国融资体系加速脱媒化。类似的情况也将发生在保险的精算上。例如未来如果有公司能够掌握医疗的大数据，那么就能够在寿险、健康险等产品上获得精算定价上的优势。

第三，人人组织的直接影响相对有限。各项金融功能毕竟都具有相当的门槛，类似“自媒体时代”这种大规模业余化的力量对于跨越这一专业性门槛来说意义非常有限。但其间接影响仍然是网络平台等方面的竞争中极其重要的一部分。

最后，双边平台可能在信用风险管理、投资和保障方面有一定推动作用，但期待不宜太高。我们认为不论是 P2P 贷款、网上理财产品销售平台还是网上保险销售平台，都具有一定的跨边网络外部性，但与人人组织面临的局限相同，同边网络外部性难有彰显，这使得这些模式在解决信贷市场逆选择问题上以及“推”的产品销售方面都难有建树。但我们这里谈论的是双边平台的直接作用，就其间接作用来说，由于平台为银行提供了密切接触海量客户的机会，并为基于大数据的信用风险管理提供了可持续的数据优势来源，双边平台反而是互联网金融竞争的核心。

表 1：互联网各要素对金融核心功能的影响

	信用风险管理	投资	支付	保障	牌照
低交易成本	无显著影响	便利交易	替代性的支付网络	降低少数产品的销售成本	辅助
大数据	显著强化与延伸	辅助改善产品设计和营销	无	可显著强化精算能力；辅助改善产品设计和营销	辅助
人人组织	无显著影响	无	无	或有利于传播保险理念	无
双边平台	有限	有限	无	有限	无

资料来源：东方证券研究所

3.3 当前互联网金融的几种典型模式和我们的评价

(1) 以支付宝为代表的互联网支付

互联网支付模式打破了银行对于线下支付的垄断，这一点上具有非常重要的意义。通过在互联网这个新的经济领域引入竞争，未来随着互联网支付占比的不断提高，银行的垄断收益将被持续分流。提供支付服务的收益绝不仅体现在相关的手续费收入和资金沉淀利差收入上，还使得互联网企业能够深度接触到庞大的客户群，并构筑了大数据的数据积累基础。因此，在线支付是互联网金融对银行当前经营模式威胁最大的领域之一。

但目前互联网企业在在线支付产业链中的功能仍然是不完全的,主要体现在第三方支付账户功能仍存在不少局限之上。目前相比银行的账户体系,支付宝等第三方支付的账户体系在转账汇款、投资理财等方面的功能都还有所不及,而还不具备跨行资金归集、发卡、自动代收代付、取现、发放贷款等功能。更核心的是,目前互联网支付账户体系是社会资金流动的“下游”而非“上游”。上游存款的派生主要来自于银行贷款,随后这些资金才陆续进入包括零售在内的各细分领域。如果将存款派生比喻为大动脉,则支付宝虽然覆盖面极广,但仍更类似于毛细血管。也正因此,虽然淘宝的交易量已经相当于社会消费品零售总额的 5%左右,但资金沉淀仅相当于存款总额的 0.2%以及储蓄存款的 0.5%。

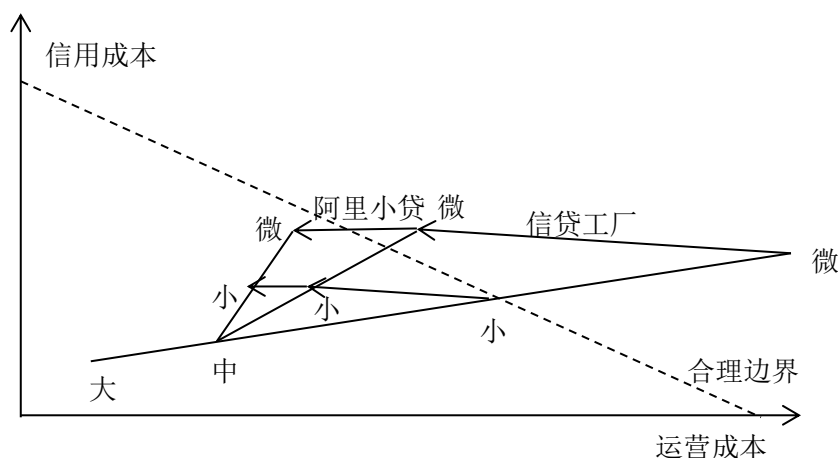
(2) 阿里小贷

阿里小贷是当前的互联网金融模式中另一个可能产生长远影响的模式。在风险可控的前提下实现微型贷款运营成本的极大降低,这是阿里小贷对中国金融的核心贡献。

阿里小贷有几个基本要件:(1) 依托于双边平台的数据积累。(2) 寄托于大数据技术的信用风险管理体系,协助有效控制了信用成本。(3) 依托于双边平台的销售体系,实现了运营成本的有效控制。因此,微型企业才能进入银行授信的合理边界。过去在传统的授信模式下,小型和微型客户授信面临的最重大问题就是运营成本过高。近年来中资银行积极拓展的批量化信贷工厂模式提供了一个新的解决方案,据此银行可以明显降低从事小微贷款的运营成本。因此我们看到,近年来已经有银行成功将对公信贷客户群下移至 100 万左右户均贷款这样的规模。但阿里小贷在此基础上更进一步,继续显著地降低了小型特别是微型企业授信的运营成本,使得户均贷款万元左右的微型客户获得授信成为可能。当然,阿里小贷的这一模式严格地依赖于阿里巴巴这一交易平台。

目前阿里小贷尚不构成对银行的直接冲击。其优势仍然在银行传统金融模式所无法覆盖的微型客户群。判断短期内阿里小贷仍然会致力于深耕微型客户这个蓝海,而不至于向上进入小微企业贷款领域,与银行发生直接冲突。

图 5: 阿里小贷模式显著地降低了银行从事微型贷款的成本



资料来源: 东方证券研究所

(3) P2P 贷款

我们对当前国内的 P2P 贷款模式持保留态度，原因在于我们认为与阿里小贷不同，P2P 贷款高度依赖于个人征信体系，自身往往不能够提供有效的信用风险管理方案。这使得这一模式在面对特别是系统性风险的冲击时将显得十分脆弱，一旦发生较大范围的逾期就可能触发逆选择问题。

(4) 余额宝

余额宝在原理上赚的是利率市场化时间差的钱。

为存款提供货币市场利率本是金融机构的应有之义。不论美国或者韩国，经过利率市场化之后，存款利率都逐步向货币市场利率靠拢。中国当前的利率市场化压力主要体现在短端特别是活期存款之上，当前 0.35% 的活期存款利率在放开之后有向货币市场基金收益率靠拢的压力。当前的利差保护因此构成双刃剑，一方面固然保证了银行获得垄断的高利差，但另一方面也使得银行在面对余额宝这类的价格竞争产品时难以应对。

不过余额宝的热潮将只会是一个阶段性的现象。未来当存款利率上限逐步放开之后，银行活期存款利率的上行将最终充分抵消掉余额宝的收益率优势。

(5) 网上理财产品销售平台

如前所述，由于投资需求具有典型的“推”的产品特质，因此只是单纯将这类产品陈列在网上的模式并不能有效推动销售。而如果相关平台配备了大量的销售人员，则又会回到传统模式上，成本优势将丧失。

我们认为，这些网上金融产品销售平台的兴起主要来源于渠道高收益的刺激。由于银行对终端销售渠道的高度垄断，近年来金融产品的销售成本不断走高，例如基金的尾随佣金率已经上升到 50% 乃至 70%，从而刺激了银行渠道竞争品的出现，而与模式优越性无关。

3.4 将被替代的和不能被替代的

随着互联网金融热潮的兴起，近期我们听到了大量的关于金融业被改造被替代的预测。而经过我们前述的分析，我们也终于能够对哪些金融功能将被替代，而哪些将通过吸收互联网技术之后大体维持原貌做出客观合理的判断。

3.4.1 被替代的和被颠覆的

(1) 受到互联网模式威胁最大的将是现金业务。其实自改革开放以降，票据、借记卡、信用卡等支付工具的推行就一直在替代现金交易。而未来随着互联网支付的进一步普及和移动支付的推广，现金在交易中的角色将被进一步边缘化。

(2) 大数据将深度改造目前金融体系的信用风险管理模式。阿里小贷已经作为一个成功的例子，证明了大数据在信用风险的管理上可以比传统模式有明显的提升，从而体现为总成本（逆选择效率损失+信用成本+运营成本）上的优势。值得一提的是，这种优势主要体现在非系统性风险的管理上，因此其优势领域主要包括小微企业贷款和消费信贷，而高系统性风险的房地产开发贷款等不在此列。

接下来我们的问题就会是：基于大数据的全新信用风险管理模式的核心要素是什么？是数据还是技术？我们倾向于前者。而大数据时代，数据资源的分布却又是高度不均衡的。在信用风险管理产业

链中，若最终由银行掌控大数据资源，将意味着银行触角的进一步延伸和客户基础的大规模下移，这对于银行应对利率市场化和脱媒化的压力将有极大的帮助；若由评级机构掌握数据，则直接融资体系将极大受益，信息不对称的逆选择问题将显著弱化；若由担保机构掌握数据，那么陆金所模式将大行其道，直接融资占比将迅速上升并且多数投资者都将向担保机构购买信用风险衍生品；若由互联网企业掌握，那么就看该企业打算专精于银行、评级抑或担保，当然由于银行模式收益率更高，阿里小贷得到复制的可能性是最大的。

互联网时代，数据的垄断权将来自于双边平台。这是唯一可持续的数据优势的来源。因此未来对平台的争夺将是极重要的战场。

(3) 保险精算的大数据改造。当前保险公司的精算假设通常建立在全社会和行业公开信息以及公司自身积累的数据基础之上，预测准确性仍有较大的提升空间。而大数据时代，掌握有数据资源的主体将形成显著的竞争优势。例如我们可以假设这样的情景：某家保险公司将中国的大部分医疗机构纳入了其构建的“网上医疗综合服务平台”，由此获得了独占性的医疗大数据资源。据此，该保险公司显著提升了对投保人预期寿命评估的准确度。在拥有了精算优势之后，该保险公司为优质客户（即预期寿命短于保险公司一致评估值、能为保险公司提供死差益的客户）开出的较低费率将吸引这些客户流入，而劣质客户（为保险公司带来死差损的客户）将因为较高的费率而流向竞争对手。这就帮助保险公司构筑了核心竞争优势。

(4) “拉”的产品将全面在线化。未来市场需求显性化、设计简单因此容易横向比较的金融产品将全面不适用于高成本的银行、券商物理网点和保险代理人队伍，主要在互联网实现销售。这些产品包括银行存款、交强险、货币市场基金、银行理财产品（目前银行理财产品在客户端看来差异度非常小）等。但不排除随着消费者金融消费意识的增强，以及金融专业能力的积累，一部分金融产品可能从“推”的产品转为“拉”的产品。

3.4.2 被改造和功能转换的

(1) 支付体系将更为立体化

互联网时代亦离不开账户服务，只不过有更多企业绕过了牌照管制来分食蛋糕。但是未来的支付体系将更加立体。移动支付将带来更便捷的支付；微信扫描二维码支付等新功能昭示着收单主体的日益多样性；包括支付宝在内的互联网企业会继续补足账户功能的短板，包括转账汇款、取现、发行虚拟信用卡、资金归集等，甚至可能尝试发行实物卡；此外，部分券商此前也在不断建设和强化支付结算功能，他们也可能加入到战团中来。

(2) 网点功能将进一步切换

有些观点认为未来 80% 的物理网点都会消失。对此我们持保留态度。首先我们想要看看现在的网点都在做些什么，因此选取了一家银行综合性网点作为样本：

表 2：某家综合性网点的工作量分布

	工作量占比
现金存取	10-20%
拓展新客户、理财	30%
开户、办卡等各类手续	20-30%

对公业务	30%
------	-----

资料来源：东方证券研究所

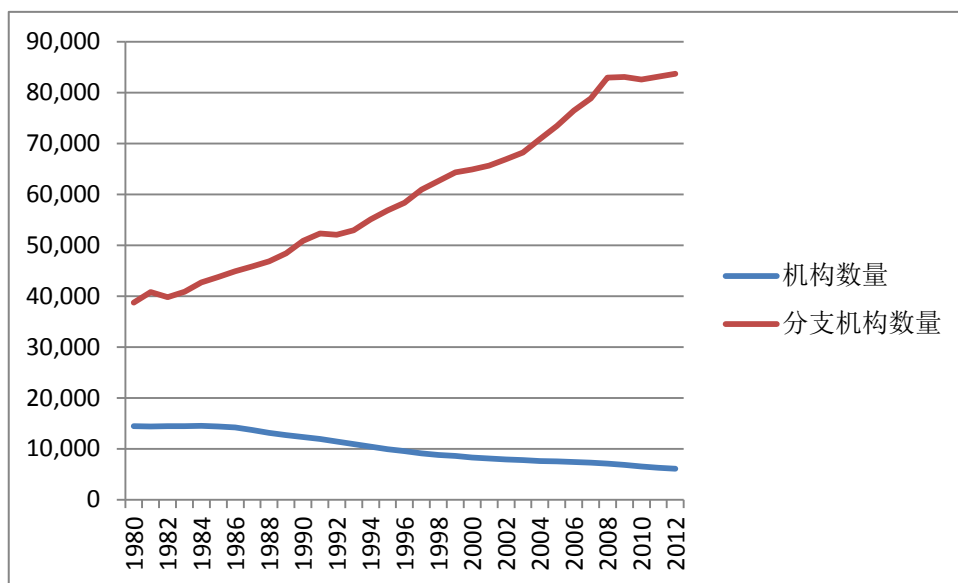
长期内将逐渐被替代的业务主要是现金存取以及一小部分手续业务。由于监管部门的严格要求，很多手续的办理仍然必须在物理网点。更重要的是，新客户的拓展和存量客户的营销都属于“推”的业务，是互联网模式难以替代的，未来的工作量不仅不会下降反而会持续提升。此外，保管箱等业务同样无法网络化。

从另一个角度来说，至少在虚拟现实系统得以推广之前，服务体验也是无法网络化的。也正因此，相比于互联网，物理网点服务仍然能够提供其他附加价值，额外满足顾客社交和尊重等心理需求。

简而言之，物理网点固然可能分流一部分现金和手续业务到网上，但客户拓展和营销职能的职能要求反而会继续保持快速增长。在互联网的起源地美国我们看到，虽然机构总数从 20 世纪 80 年代开始逐年下降，但分支机构数量的数量却始终保持稳定增长，次贷危机也未能改变这一趋势。

类似的结论同样适用于券商等非银金融机构的营业部

图 6：互联网的兴起对于美国银行业分支机构数量的扩张不构成影响



资料来源：东方证券研究所、美联储

3.4.3 不会被替代的

我们预计，理财咨询、保障、资产管理等以“推”为主的业务条线，以及投行、托管等牌照业务将不会受到互联网金融的明显影响。固然，交易成本的下降可以使这些业务略有受益，大数据的采用也有助于业务部门设计出更有效的产品，并采用新技术提高营销资源的配置效率，但基本的业务形态和商业模式不会发生改变。在这些业务上，互联网带来的改变仅限于工具。

3.5 金融业竞争逻辑的变化

互联网新要素的植入，将会使得过去金融业者早已适应的业态发生重大改变。

3.5.1 平台的竞争成为核心

双边平台将在互联网金融的竞争居于核心地位。原因在于（1）平台是数据垄断能力的唯一可持续来源，而数据资源是未来银行信贷业务竞争的核心。（2）通过平台，企业可以与客户保持密切的接触。（3）平台具有明显的自然垄断性，这导致了赢者通吃的游戏规则。

因此我们看到，各家大银行已经先后意识到平台的重要性并开始逐步发力建设自己的电商平台，而互联网企业依托于平台循序进入金融领域的意图亦十分明晰。

3.5.2 赢者通吃

传统金融模式下，由于交易成本较高，市场呈现分割状态，各竞争主体的市场份额相对分散，大部分机构都有饭吃。但互联网金融下的竞争秩序完全不同，软硬件上的规模经济以及平台和大数据的自然垄断特征使得 70-20-10 定律将在各个细分领域内充分发挥作用，从而形成“赢者通吃”的游戏规则。换言之，没有弱点但也没有长处的金融机构在互联网金融中是无法生存的

3.5.3 跨界竞争

互联网金融模式下，新技术的引入以及新商业模式的不断创新，使得金融与互联网企业之间、金融各个子行业之间的界限越来越模糊。由于诺威格定律（当一家公司的市场占有率超过 50%以后就不要指望市场份额翻番了，而应致力于培育新的增长点）的作用，优势互联网企业对于 ROE 明显偏高的金融业特别是银行业的进入压力将会是持续的，而互联网催生的新经济弱化了金融行业的各种进入壁垒，这些都意味着激烈的跨界竞争。未来跨界竞争的日益白热化将显著强化中国金融业的竞争压力，从而再一次地导向这样的结论：一味追求保守而不思进取的金融企业将被加速淘汰。

4、互联网金融将是共生和竞合的生态

我们已经对互联网将如何改变金融做出了判断，那么未来这种全新的金融业态将由互联网企业还是金融机构来主导推进？将是淘宝挤垮银行，还是银行收购淘宝？

我们并不认为未来的互联网金融格局将是你死我活、有你无我，相反这会是一个金融企业与互联网企业共生的生态。两类企业既会有激烈的竞争乃至正面厮杀，更会有大量基于比较优势的合作与分工，而这种竞合的格局将会更有利于互联网金融的长期发展。

4.1 金融机构与互联网企业各自的跨界实践越来越多

10 年前，互联网与金融还是两个完全没有竞争的领域，二者之间的交集仅体现为互联网为金融提供信息管理的解决方案、金融为互联网提供融资等服务。但时至今日，互联网企业已经大规模进入传统金融的业务领域，而金融企业也在蓄势反击。

互联网企业的金融化毋庸赘述。第三方支付、微型贷款、金融产品代销等都已经有很成型的产品。近期淘宝筹划中的“聚宝盆”则瞄准的是“银银平台”的业务机遇，这将进一步把战线拉长。

虽然常常被忽视，金融机构方面的创新其实也不少。一部分创新是改良型的工具创新，包括手机银行、微信银行、移动支付、远程理财、iTM 等。其中，招商银行的空中理财和交通银行的 iTM 虽然市场关注度不多，但其实具备着改变金融业务模式的潜质，不过二者的实际效果在目前为止都还有限。

另一方面的创新则是模式上的。近年来，各家银行都已经显著加大了对网络平台的投入力度。目前，大部分全国性银行都拥有了一定规模的网上商城，同时建行的融通商务、交行的交博汇、招行的出行易、民生银行的民生电商所搭建的框架都很宏大，分别效仿了淘宝、阿里巴巴、携程等的模式，在不同程度上具备了互联网金融的部分要素。同时，中国平安的陆金所在模式创新上更为大胆，保险公司演变为借贷平台的组织者和信用风险的担保人。上述这些都对相关的互联网业态构成竞争。

4.2 金融机构的比较优势

不同类型的企业在互联网金融中的角色分工，以及能够分到的价值份额，根本上都取决于这些企业的比较优势。我们认为，金融企业在互联网金融竞争中的比较优势在于：

(1) 垄断性的线下能力。虽然互联网模式下金融企业受到互联网企业越来越多的挑战和冲击，但旧金融模式下相关的资源和能力仍然高度垄断在金融机构手中。例如，线下支付的物理网点、ATM 机和 POS 机几乎全部都由商业银行掌握，而保险行业的代理人队伍这一关系销售网络也是互联网企业根本无法比拟的。

(2) 金融专业能力。由于大部分金融业务都具有高度的专业性，人人组织带来的大规模业余化不会折损金融机构在这些业务上的专业能力的价值。因此，包括资产管理、投融资顾问、产品设计等金融专业能力，都是互联网企业无法通过技术进步用更低廉的成本获得的。

(3) 强大的资本实力和雄厚的客户资源。整个金融业一年净利润上万亿，总资产过百万亿。所有的企业以及几乎所有的个人都是金融业的客户，其中除了对少数超大型企业之外，金融机构特别是银行都保持了优势的博弈地位。

4.3 互联网企业的比较优势

(1) 创新基因。互联网的生存竞争是一场残酷的搏杀，一旦跟不上创新方向就将面临被淘汰的威胁。因此，创新已经成为互联网企业的基因和本能。

(2) 更符合互联网精神的企业文化。与金融机构等级森严的管理架构相比，互联网企业的文化氛围更符合“开放、平等、协作、分享”的互联网精神。也正因此，由互联网企业发起的商业模式，往往更能够有效激发人人组织、构建双边平台，实现互联网模式的最大价值。

(3) 监管套利。需要承认的是，互联网的很多创新其实是绕过了现有的监管框架，从而降低了相关成本或无需遵守某些规则，因此占有了监管套利的优势。由于互联网经济形成之初处于无监管状态，因此互联网企业得以跨越过去各种藩篱和壁垒。例如阿里小贷，就不需要受到信贷额度管控，也不需要满足资本充足率、拨贷比等监管要求，因此相比银行贷款就形成了某种优势。此外，第三方支付和余额宝也不同程度地绕开了线下吸收存款以及存款利率管制的相关规定。

(4) 平台竞争方面的先发优势。目前国内已经形成了不少颇具规模的互联网双边平台，包括淘宝、阿里巴巴、携程、京东、大众点评、当当等，此外还包括微信、微博、开心网等潜在双边平台，而这些平台都掌握在互联网企业手中。由于平台经济具有自然垄断特征，现有平台将会对后来的进入者产生明显的阻碍。

4.4 竞合与共生的生态

4.4.1 互联网与金融企业都不可能扩张至对方的绝对优势领域

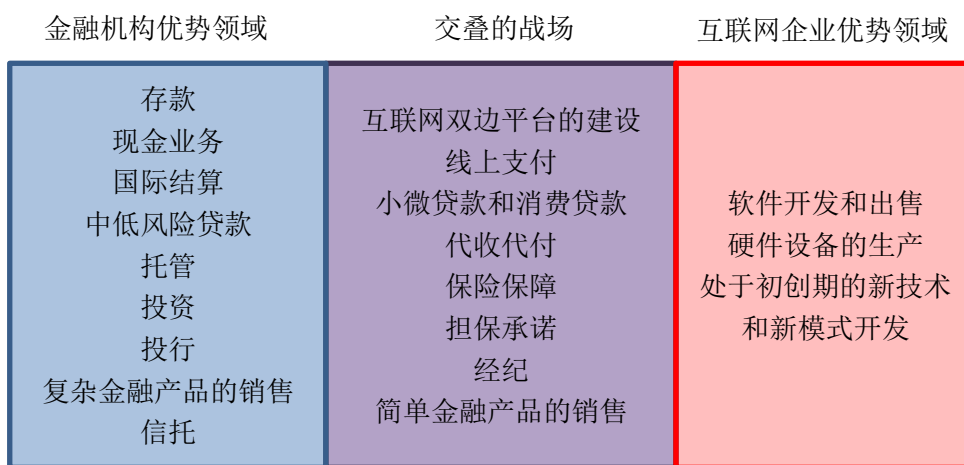
不论是互联网企业从事金融，还是金融企业进入互联网领域，谋求的都是协同效应，而非简单多元化。事实上，由于企业文化和业务性质的巨大差异，二者进入对方的绝对优势领域反而都会有明显的不适应。

对于金融机构来说，控制经营风险从来都是重中之重。因此进入高风险的新技术、新模式开发领域（中“硅谷”大奖的几率低于被汽车撞死），对于金融机构而言完全是无法想象的，更不用说企业文化的巨大冲突了。

类似的，互联网企业也将对进入一部分传统金融领域严重缺乏兴趣。例如若互联网企业打算真正从事存款业务，就必须接受银行的定位，同时承担随之而来资本充足率、拨贷比等监管要求，从而失去自身的监管套利优势。又例如投行、投资这类业务人力成本极高且没有廉价的技术解决方案，与互联网业务基本没有协同效应，而互联网企业既缺乏相关的专业能力，企业文化又存在着明显差异，我们看不出有进入这些领域的合理性。

在两个优势领域中间的重叠部分，则是双方直接冲突的战场。其中，双边平台的竞争处于最核心的地位，没有平台资源的企业想要构建自己的平台，而拥有平台资源的企业则谋求建立自己的支付、贷款等功能。

图 7：互联网金融中的争夺主要发生在重叠的战场部分



资料来源：东方证券研究所

4.4.2 大企业谋求垄断优势而中小企业将寻求合作

之所以拥有金融能力的企业想要建设自己的平台，而拥有平台的企业想要建设自己的金融能力，原因在于双边平台与金融功能之间具有显著的协同效应。（1）互联网时代，平台是数据垄断能力的唯一可持续来源。（2）通过平台，企业可以与客户保持密切的接触。再加上平台具有明显的自然垄断性，赢者通吃的游戏规则下竞争将非常惨烈。

但对于非重量级的金融和互联网企业来说，面临的最优博弈策略却并非自建平台和功能，而是合作和外包。赢者通吃规则下着平安银行这样的非重量级选手自建的平台成为最终赢家的可能性非常有限，而对于 eBay 这样规模相对较小的平台来说，自己构建昂贵的信用风险管理能力也并不经济。因此，双方分别将平台获客功能和金融服务功能外包给对方，实现合作共赢，是一个合理而现实的选择。这种模式同样值得其他非重量级选手效仿。

但共生和竞合却未必意味着互联网金融的竞争格局是稳定的。在中间战场有巨大的市场空间可供竞争和搏杀。究竟哪一类机构将在这个战场上占据上风，将取决于资源投入的决心、战略的正确与否及其执行力、外部环境的变化等诸多因素。

5、中资银行需重新评估互联网金融战略

目前中资银行的互联网金融战略沿两条线索展开。一是传统地将互联网作为技术工具和新的渠道，持续使用互联网技术来改良当前的业务体系。但互联网企业不断在金融领域取得商业模式上的突破，越来越多的银行意识到互联网对金融的改造是模式上的。因此，沿着第二条线索即以双边平台建设为核心的互联网金融模式变革也正在快速展开。目前 16 家上市银行中有 14 家都已经拥有了自己的双边平台。

5.1 银行网络平台建设的四种模式

目前银行的互联网双边平台建设主要有四种推进模式。

模式 1：信用卡商城。由于经营互联网业务并不在《商业银行法》规定的银行业务范围之内，因此银行通常通过信用卡商城的形式进入，提供各类商品的分期付款销售。

模式 2：附属的电商平台。此后，一部分银行开始提供分期数为 1 的购买方式，从而在基础功能上与一般的电商平台已大致相同。其中，拓展力度大的银行已经不满足于消费品销售，而开始模仿阿里巴巴、携程、付费通乃至大众点评。

模式 3：独立的电商平台。毕竟在“信用卡商城”这个定位下，银行电商平台的拓展处处受到限制，而且银行文化与互联网文化差异过大也会造成制约。因此，民生电商的成立是一个突破性创新。民

生电商与民生银行之间没有股权关系，解决了合规性问题，又能够脱离银行管理模式根据互联网经济的特点展开经营，是目前最具优势的电商模式。

模式 4：与现有平台合作。如前所述，与规模偏小的平台合作将是中小银行一个重要的获得平台资源的方式。平安银行与 eBay 的合作就是典型。

表 3：上市银行互联网平台战略的四种模式

	基本模式	品牌	商品服务范围	独立域名
模式 1：信用卡商城				
浦发	B2C		各类消费品	N
兴业	B2C		各类消费品	N
南京	B2C		各类消费品	N
模式 2：附属的电商平台				
工行	B2C		各类消费品、机票等	N
建行	B2B、B2C	善融商务	各类消费品、机票门票、房地产	N
交行	B2B、B2C	交博汇	原料原材料、工业品、各类消费品、缴费、机票门票、金融产品	N
招行	B2C		各类消费品、机票、酒店、餐饮娱乐、生活服务	N
中信	B2C		各类消费品、酒店、保险	N
光大	B2C		各类消费品	N
华夏	B2C		各类消费品	N
平安	B2C		各类消费品	N
北京	B2C		各类消费品	N
宁波	B2C		各类消费品	N
模式 3：独立的电商平台				
民生电商	?		?	?
模式 4：与现有平台合作				
平安	为 eBay 提供融资服务			

资料来源：东方证券研究所

5.2 当前银行从事互联网金融的几大缺陷

虽然各家银行大都搭建起了自己的双边平台，模式也日趋丰富，但实际运营中却仍有着大量的不足：

(1) 战略上重视度不够，资源投入不足

两个原因使得中资银行对于互联网金融战略重视不足。一是对互联网金融可能造成的冲击认识不足，对于互联网模式下“赢者通吃”的残酷性认识不足，对于银行在平台竞争中作为追赶者的后发劣势认识不足。另一个同样重要的原因是，部分银行决策层缺乏足够激励牺牲当期业绩来为未来投资，特别是在互联网金融这么一个未来盈利前景存在着大量不确定性的领域投资。

也正因此，我们认为各家银行在互联网金融的资源投入上普遍算不上充足。虽然看不到公开数据，但我们可以合理地推测电子银行相关支出在各家银行总费用中的占比不会太高，而大部分的电子银行支出的主要投向领域又将是 ATM 这些线下能力以及网银、手机银行这种渠道类产品，而在双边平台上的投入恐怕非常有限。

(2) 内部管理中互联网文化与传统银行文化存在冲突

目前绝大多数银行的互联网平台都还是放在银行传统的管理体系内运作，但互联网文化与银行文化之间存在着巨大的反差，我们相信这一定会在不同程度上制约银行平台的发展。

这些反差包括：第一，“硅谷大奖”与按部就班的银行升迁体系的差异。硅谷的技术天才们之所以每周自愿工作 70-80 乃至 100 个小时，根本原因在于“硅谷大奖”的激励：一旦企业成长为一个 google 或 facebook，那么就有天文数字的财富作为奖赏。与此相比，银行内部缺乏这么一个外部资本市场的激励机制，考核难以做到有效，晋升因此也就按部就班，薪酬也容易大锅饭。

第二，强调创新的互联网文化与强调风控的银行文化存在冲突。创新是互联网企业的生存之道，但风控则是银行的生存之本。前者勇于承担风险，而后者倾向于规避风险。

第三，强调基层活力的互联网文化与强调自上而下执行力的银行文化存在冲突。创新更多地来自于市场一线，激活基层活力是创新的重要基础。例如硅谷企业的员工招聘中，初出茅庐能干具体事情的年轻人可能比一个眼高手低的权威更有优势。但当前中资商业银行的内部管理体系普遍更强调自上而下的执行，而且业务决策流程偏长、决策权集中在与市场距离较远的高级管理层。

(3) 商业模式上对互联网精神尊重不足

如前所述，互联网模式的要义就是尽可能零价格地提供最符合市场需求的产品和服务，以图扩大市场份额，获得自然垄断优势。这里的“价格”既包括显性的产品价格，又包括便利性等隐性成本。但对于银行来说，一方面是对互联网模式认识不足，另一方面贷款等不少产品仍处于卖方市场，因此我们看到，当前上市银行的互联网平台建设存在着大量与互联网模式相冲突的地方，例如：

- 域名。所有银行平台都只是二级域名，其链接在银行网站首页繁杂的内容中毫不起眼，这显著加大了用户的搜寻成本。
- 平台形象。所有的银行平台都沿用着银行的传统品牌、LOGO 和品牌内涵。稳重有余时尚感明显不足的传统银行形象，给互联网购物的主要客群——年轻人留下的第一印象就不讨巧。
- 页面组织。特别是一些大银行的互联网平台，随着内容的增加，页面更多地按业务条块来组织，而非基于客户需求特点。一些银行的页面设计非常繁杂，这些都增加了使用难度。

此外，还有两点很重要的对互联网精神尊重不足之处，我们特别地将其单列如下：

(4) 对于人人组织以及单边网络外部性的忽视

由于对互联网模式认识的局限，我们看到所有的银行互联网平台都只提供了跨边网络外部性，而完全忽略了单边网络外部性。如前所述，单边网络外部性主要来自于低交易成本基础上的人人组织，目前常见的人人组织形式包括评价、信用评级、论坛等，但我们没有看到银行有提供这些功能的意识。

(5) 银行创设的平台，银行服务反而是短板

以上大部分银行互联网平台都有一个特点，就是只对本行的客户开放。如此一来，与互联网企业的平台相比，由银行创设的网络平台，其银行服务反而是竞争短板。背后的原因显而易见，银行希望通过这些平台强迫不拥有本行账户的消费者成为自己的客户。但实质上，这些消费者更可能的选择是离开。这一做法的逻辑出发点很显然是对“开放”原则的直接违背。

5.3 未来银行在互联网金融领域几个核心的拓展方向

面对互联网这一颠覆性的技术进步，我有限的想象力能够找到的依托于互联网金融模式，银行业务未来的拓展方向主要有下面 4 个：

- (1) 互联网战略平台的建设。前文已经花了大量篇幅在这一方面的论述之上。
- (2) 小微贷款和消费贷款。小微贷款方面，阿里小贷已是珠玉在前。不仅止于此，依托于大数据的消费信贷同样具备巨大的业务潜力。在发达国家，消费信贷是银行极重要的一块业务，例如美国消费信贷占总贷款的比例达到 1/4。但在中国，还没有一家全国性银行在该领域（除了信用卡业务之外）着力。当然，中国社会经济环境有着种种限制，例如借贷消费与中国传统的消费文化非常不相容，又例如消费信贷通常违约率较高，而其清收工作可能会对银行的社会责任和社会形象构成负面影响。不过毕竟网购的群体借贷消费的意识在中国居民中明显偏高，且除了信用卡业务之外，中资银行在消费信贷上的投入和能力都非常有限，这些都使得该领域可能成为下一个蓝海。
- (3) 基于移动数据的渠道选址和功能优化。若能够拥有相关大数据基础，银行可以通过分析客户在表达出金融需求时的地理位置数据，来优化网点、ATM 机等渠道的选址和功能。
- (4) 基于大数据的产品研发和营销体系优化。在拥有了相关数据资源之后，银行可以通过大数据分析寻找更能打动客户的产品设计和营销方式，以此来优化自身的产品，并提升营销资源的配置效率。

5.4 银行从事互联网金融的几个建议

由于前述的一系列不足，目前银行在互联网金融中间战场地带的角逐中处于明显的被动防守状态。若有一些中资银行真实地希望在互联网金融中建立优势，我们有如下建议：

- (1) 指导思想的根本改变

商业银行应该将互联网金融上升到全行战略的层面，而非仅仅是年度工作报告中一级条目渠道建设下的一个二级条目。银行管理层需要认识到的是，中国经济在日益互联网化，仅就现状来看，银行在互联网经济中的竞争地位就已经明显不如线下经济，而且互联网企业还在不断拉大对银行的竞争优势。互联网企业的平台在快速做大，相对于银行的先发优势在迅速积累。更何况已经有互联网企业已经实现上百亿的年利润，股票市值已经超过交通银行。留给银行的空间和胜算在随着时间而流逝。

- (2) 加大资源投入

目前银行仍然在享受着高达 20% 左右的 ROE，而互联网业务是未来的增长点。用现金牛业务支持增长型业务，这是战略管理中一个很浅显的结论。目前银行仍有足够的财务实力参与竞争：若某家大行将每年在互联网金融上的投入增加 20 亿，这将仅降低银行利润不到 1%（对于交行和招行来说影响也不到 3%），但就足以形成显著的优势。阿里巴巴 2011 年全部的营业支出也只有 47 个

亿。此外，商业银行还拥有巨大的客户基础，若能够动员这些企业客户加入银行的互联网平台，就有望明显强化跨边网络外部性。

(3) 更具独立性的组织结构

民生电商的组织模式是值得其他银行效仿的。这种架构一是解决了合规性问题，使得未来的发展空间不再受到银行业务范围的限制；二是解决了企业文化的冲突问题；三则可能突破银行的考核和薪酬体制，提供更为有效的激励机制。即使是继续放在银行体系内，中资银行仍应通过更多地授权来降低银行既有的文化和考核、薪酬对互联网金融板块的制约。

(4) 品牌形象内涵的重新定位

令人遗憾的是，中资银行过去的品牌形象一来高度重叠缺乏辨识度，二来稳重有余而时尚感太差，三者不够立体和丰满，这些都会影响到对目标互联网客群的营销。

最典型的例子是，我国大部分银行的 LOGO 都是高度同质化的：红色、蓝色或者绿色的圆。

表 4：中资银行的 LOGO 形象高度重合

	LOGO	消费者的印象
工行		
建行		
中行		
农行		
交行		
招行		
中信		
民生		
兴业		
浦发		
光大		
华夏		

平安	
广发	

资料来源：东方证券研究所

我们也列出国际上主要银行的 LOGO 作为对比。其中绝大部分都具有鲜明的个性。

表 5：国际主要银行的 LOGO

	LOGO		LOGO
汇丰		花旗	
渣打		美国银行	
苏格兰皇家银行		富国银行	
巴克莱银行		德意志银行	
桑坦德银行		三菱 UFJ	
劳埃德银行		三井住友	
法国巴黎银行		东亚银行	
法国兴业银行		恒生银行	

资料来源：东方证券研究所

LOGO 的高度同质化反映的是多重原因作用下，中国的银行不敢有特色。这似乎是出于这样一种担忧：一旦选择了某种个性，就意味着需要放弃一部分市场。但事实上商业模式本来就是不舍不得，任何一家银行都不可能所有细分市场上都赢得绝对优势，而不敢放弃在外围市场上的资源投入，就不可能在核心目标市场上扩大优势。而在互联网领域，没有特色就更意味着被遗忘。

如果中资银行对于全面更改品牌形象、LOGO 和品牌内涵心存顾虑，那么完全可以考虑另一个替代方案，即推出互联网金融子品牌。这个子品牌不仅可以有全新的 LOGO、口号和品牌形象，更可尝试推出吉祥物乃至固定品牌代言人，让品牌建设更加丰满立体，最终目标是明显强化对目标客群的吸引力。

(5) 充分尊重互联网精神，遵循双边市场商业模式

- 独立域名。在全新的子品牌下，银行的互联网平台应尽可能采取便于传播的独立域名。
- 按客户需求组织页面。
- 激发单边网络外部性。不论是评价、信用评级、论坛或其他形式，银行应尽可能地为客户间的直接或间接交流创造便利。
- 对其他银行的客户开放。我们不认为这方面存在着技术或者监管的问题，善融商务、交博汇等已经实现了这一功能。
- 在可能的情况下，可考虑与其他银行机构建立互联网金融联盟。

(6) 专业化和细分化也是一个选项

若无法在通用型的平台竞争中成为主要选手，银行也可以选择一些细分市场和专业领域。例如为某些产业链构建交易平台等，这样可以在很大程度上避开竞争压力。类似平安银行与 eBay 的合作也是非常重要的选择。

6、投资建议

6.1 互联网金融带来的筛选机制对于市场化的银行更有利

套用一句老话：互联网金融给银行业带来的既是挑战也是机遇。认识不足、行动迟缓的银行未来将面临越来越窘迫的竞争局面：平台建设的后发劣势日益难以扭转。而对于成功把握互联网金融趋势的银行来说，接触客户的渠道能力将显著增强，其信用风险管理等业务能力将持续受益于大数据技术，从而帮助其深挖小微贷款和消费信贷这些蓝海业务的机会。目前互联网金融的竞争刚刚拉开帷幕，我们也难以判断中间战场的胜负输赢。但互联网金融历史性地提供了又一个银行业内的优胜劣汰筛选机制，通常来说这种机制会对更为市场化的银行有利。

6.2 风险提示

我们的想象力可能低估了互联网金融的潜力。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn